

# Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

*Раева И.В., к.э.н.,  
доцент кафедры «Оценка и управление  
собственностью»  
ФГОУ ВПО «Финансовый университет  
при правительстве РФ», 2015 год.*

# Специфика бизнеса как объекта оценки

1. Может определяться как стоимость собственного капитала предприятия, так и отдельных частей имущественного комплекса (активов и обязательств);
2. организационно-правовая форма предприятия;
3. определяется не только стоимостью имущественного комплекса (материально-вещественная составляющая), но и эффективностью создания и прироста стоимости (финансы предприятия, система управления);
4. специфика товара «бизнес»:
  - это инвестиционный товар (затраты и доходы разъединены во времени, размер ожидаемой прибыли неизвестен, имеет вероятностный характер),
  - потребность в регулировании бизнеса и процесса его оценки,
  - необходимость учитывать при оценке качество управления.

# Виды стоимостей (1)

- **Рыночная стоимость объекта оценки** - наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:
  - одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
  - стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
  - объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
  - (в ред. Федерального закона от 14.11.2002 N 143-ФЗ)
  - цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
  - платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

# Виды стоимостей (2)

**Инвестиционная стоимость объекта оценки** - стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки.

**Ликвидационная стоимость объекта оценки** - расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

# Законодательная база оценки бизнеса

## Основные документы:

1. *Федеральный закон «Об оценочной деятельности в РФ», №135 от 29.07.1998г.;*
2. *Федеральные стандарты оценки, а именно:*
  - *ФСО №1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки» №297 от 20.05.2015г.*
  - *ФСО №2 «Цель оценки и виды стоимости» №298 от 20.05.2015г.*
  - *ФСО №3 «Требования к отчету об оценке» №299 от 20.05.2015г.*
  - *ФСО №4 «Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости» №508 от 22.10.2010г.*
  - *ФСО №5 «Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения » №328 от 04.07.2011г.*
  - *ФСО №6 «Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков » №628 от 07.11.2011г.*
  - *ФСО №7 «Оценка недвижимости» №611 от 25.09.2014г.*
  - *ФСО №8 «Оценка бизнеса» №326 от 01.06.2015г.*
  - *ФСО №9 «Оценка для целей залога» №327 от 01.06.2015г.*
  - *ФСО №10 «Оценка стоимости машин и оборудования» №328 от 01.06.2015г.*
  - *ФСО №11 «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности» №385 от 22.06.2015г.*

# Факторы, влияющие на стоимость бизнеса

- Спрос
- Доход
- Время
- Риск
- Контроль
- Ликвидность
- Ограничения
- Соотношение спроса и предложения

# Принципы оценки бизнеса

- 1 группа – принципы, основанные на представлениях собственника (полезности, замещения, ожидания);
- 2 группа – принципы, связанные с эксплуатацией собственности (вклада, остаточной продуктивности, предельной производительности, сбалансированности=пропорциональности);
- 3 группа – принципы, обусловленные действием рыночной среды (соответствия, регрессии и прогрессии, конкуренции, зависимости от внешней среды, изменения стоимости, экономического разделения).

# Подходы к оценке

Доходный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки.

Сравнительный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах.

Затратный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний.



# Методы в рамках подходов к оценке бизнеса

- Доходный подход – метод капитализации доходов, метод ДДП;
- Сравнительный подход – метод рынка капитала (компании-аналога), метод сделок, метод отраслевых коэффициентов;
- Затратный подход – метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости.

# Процесс оценки

- Постановка задания на оценку;
- Сбор, проверка и обработка информации;
- Выбор методов оценки в рамках подходов, проведение расчетов, обоснование примененных допущений и ограничений;
- Согласование результатов, выведение итоговой стоимости;
- Написание отчета об оценке.

# Подготовка информации (внешняя информация 1)

**Требования к информации** – достоверность, точность, комплексность.

От внешней к внутренней информации:

макроэкономика – отрасль – фирма.

**Основные факторы макроэкономического риска:**

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение ставок процента;
- изменение валютного курса;
- уровень политической стабильности.

*Основные источники информации: программы правительства, аналитические обзоры информационных агентств, периодическая экономическая печать, интернет.*

# Подготовка информации (внешняя информация 2)

## Основные факторы отраслевого риска:

- нормативно-правовая база;
- рынки сбыта;
- условия конкуренции.

*Основные источники информации (в том числе и для поиска аналогов) – русско- и англоязычные:*

- [www.akm.ru](http://www.akm.ru)
- [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)
- [www.disclosure.fcsm.ru](http://www.disclosure.fcsm.ru)
- [www.gks.ru](http://www.gks.ru)
- [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)
- [www.nqs.ru](http://www.nqs.ru)
- [www.quote.ru](http://www.quote.ru)
- [www.spark.ru](http://www.spark.ru)
- [www.fpf.ru](http://www.fpf.ru)
- [www.hoovers.com](http://www.hoovers.com)
- [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

# Подготовка информации (внутренняя информация 3)

1. Общие сведения (адрес, дата основания, структура акционерного капитала, виды деятельности);
2. Историческая справка об этапах развития предприятия;
3. Информация о кадрах (численность работающих, их квалификация, текучесть кадров, уровень менеджмента);
4. Информация о производстве и сбыте (организационная структура предприятия, ассортимент выпускаемой продукции, основные поставщики предприятия, основные потребители продукции, сбытовая сеть, условия сбыта);
5. Характеристика имущественного комплекса;
6. Инвестиционная деятельность;
7. Финансовая деятельность;
8. Информация о ценных бумагах предприятия (эмиссии акций, дивидендная история, сделки с крупными пакетами акций/долями предприятия, рыночные котировки акций).

# Обработка информации

- Инфляционная корректировка отчетности;  
Формула Фишера:  
$$R_r = (R_n - i) / (1+i), \text{ если } i > 15\%.$$
  
 $R_r$  – реальная ставка;  
 $R_n$  – номинальная ставка;  
 $i$  – индекс инфляции.
- Нормализация бухгалтерской отчетности;
- Трансформация бухгалтерской отчетности;
- Вычисление относительных (финансовых) показателей:
  - Показатели ликвидности и платежеспособности;
  - Показатели финансовой устойчивости;
  - Показатели оборачиваемости (деловой активности);
  - Показатели рентабельности;
  - Инвестиционные показатели.

# Доходный подход. Денежные потоки

## *Классификации денежных потоков*

### 1. Денежные потоки

для собственного

капитала

(бездолгового)

для инвестированного

капитала

ЭЛЕМЕНТЫ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА для собственного капитала (косвенный метод расчета):

- чистая прибыль;
- амортизационные отчисления (по основным средствам и по нематериальным активам);
- капитальные вложения;
- изменение собственного оборотного капитала (СОКа);
- изменение долгосрочной задолженности.

**2. Денежные потоки – номинальные и реальные.**

**3. Денежные потоки - рублевые и валютные.**

В зависимости от выбора типа и вида денежного потока выбирается и ставка дисконтирования.

# Основные этапы оценки методом ДДП

1. Выбор модели денежного потока (ДП);
2. Определение длительности прогнозного периода;
3. Ретроспективный анализ и прогноз выручки;
4. Анализ и прогноз расходов;
5. Анализ и прогноз инвестиций;
6. Расчет величины ДП для каждого года прогнозного периода;
7. Расчет ставки дисконтирования;
8. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период (ПП);
9. Расчет текущих стоимостей будущих ДП и стоимости в ПП;
10. Внесение итоговых поправок:
  - нефункционирующие активы;
  - избыток / дефицит собственного оборотного капитала.



# Ставка дисконтирования

Денежный поток для СК:

- Модель CAPM;
- Модель кумулятивного построения;

Денежный поток для ИК –

- Модель средневзвешенной стоимости капитала

$$WACC = kd * (1 - tc) * wd + kp * wp + ks * ws ,$$

kd - стоимость привлечения заемного капитала

tc - ставка налога на прибыль предприятия

kp - стоимость привлечения акционерного капитала  
(привилегированные акции)

ks - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции)

Wd - доля заемного капитала в структуре капитала предприятия

Wp - доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия

Ws - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

# Ставка дисконтирования: модель CAPM (1)

## **Предпосылки, лежащие в основе модели CAPM:**

- 1) инвесторы стремятся избегать риска;
- 2) рациональные инвесторы стремятся владеть эффективными портфелями – диверсифицированными;
- 3) все инвесторы имеют идентичные инвестиционные горизонты (ожидаемые периоды владения);
- 4) все инвесторы имеют идентичные ожидания относительно переменных – ожидаемая ставка дохода и ставка капитализации;
- 5) не существует транзакционных издержек;
- 6) не существует налогов, связанных с инвестициями (однако могут быть корпоративные подоходные налоги);
- 7) ставка, получаемая за ссуживание денег, равна стоимости заемного капитала;
- 8) рынок имеет идеальную стоимость и ликвидность (т.е. инвесторы могут свободно покупать и продавать любые необходимые доли собственности данной компании).

Безрисковая ставка включает 3 компонента:

- 1) рентная ставка (реальный доход при предоставлении (ссуде) средств на инвестиционный период, т.е. при отказе от потребления на цели, на которые средства могли бы быть использованы в ином случае);
- 2) инфляция (ожидаемый темп инфляции в течение срока безрисковой инвестиции);
- 3) риск погашения, или риск инвестиционной ставки (риск того, что в течение периода, остающегося до погашения, рыночная стоимость основной суммы долга повысится или понизится в цене как функция изменения общего уровня процентных ставок).

## Ставка дисконтирования: модель CAPM (2)

$$R = R_f + \beta^* (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C$$

$R$  - требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

$R_f$  - безрисковая ставка дохода;

$\beta$  - коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

$R_m$  - общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

$S_1$  - премия для малых предприятий;

$S_2$  - премия за риск, характерный для отдельной компании;

$C$  - страновой риск.

# Расчет премии S1

(на основе статистической информации для портфелей десятичных групп NYSE/AMEX/NASDAQ (1926-2000 гг.))

	Десятичные группы	Рыночная капитализация (в долл. США)	Коэффициент «бета»	Среднее арифметическая доходность	Реализованная прибыль сверх безрисковой ставки	Расчетная доходность сверх безрисковой ставки	Премия за размер
1	Максимальные значения	1 1 757 098 230	0,91	12,06%	6,84%	7,03%	(0,20%)
2		1 797 427 043	1,04	13,58%	8,36%	8,05%	0,31%
3		864 872 122	0,09	14,16%	8,93%	8,47%	0,47%
4		546712821	0,13	14,60%	9,38%	8,75%	0,62%
5		400422531	0,16	15,18%	9,95%	9,03%	0,93%
6		286 627 260	0,18	15,48%	10,26%	9,18%	1,08%
7		221 635 399	0,24	15,68%	10,46%	9,58%	0,88%
8		137729312	1,28	16,60%	11,38%	9,91%	1,47%
9		116702549	1,34	17,39%	12,17%	10,43%	1,74%
10	Минимальные значения	74 292 170	1,42	20,90%	15,67%	11,05%	4,63%

# Расчет премии S2

Фактор риска	Степень риска			Результат
	Низкая	Средняя	Высокая	
• Уровень установленных цен	1	2	3	
• Зависимость от ключевых сотрудников	1	2	3	
• Корпоративное управление	1	2	3	
• Зависимость от ключевых потребителей	1	2	3	
• Зависимость от ключевых поставщиков	1	2	3	
• Наличие перспективы развития бизнеса	1	2	3	
• Состояние основных фондов	1	2	3	
• Финансовое состояние компании и возможность привлечения средств для финансирования капвложений	1	2	3	

# Ставка дисконтирования: модель кумулятивного построения

**Модель кумулятивного построения = Безрисковая ставка + Общая премия за риск**

Общая премия за риск =  
премия за риск акционерного капитала;  
премия за размер компании;  
премия за специфический риск компании.

Премия за специфический риск компании =

- премия за финансовую структуру;
- премия за рентабельность и прогнозируемость доходов;
- премия за товарную и территориальную диверсификацию;
- премия за клиентскую диверсификацию;
- премия за качество управления (менеджмент);
- премия за прочие риски.

## Расчет стоимости в постпрогнозный период (ПП)

- Модель Гордона

$$V \text{ term} = CF(t + 1) / (Rd - g)$$

V term – стоимость в постпрогнозный период;

CF(t + 1) - ДП в первый год ПП;

Rd – ставка дисконтирования;

G- долгосрочные темпы роста ДП.

- Метод чистых активов
- Метод ликвидационной стоимости
- Метод предполагаемой продажи

# Метод капитализации дохода

- Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована (чистая прибыль, прибыль до уплаты налогов, фактически выплаченные дивиденды, потенциальные дивиденды);
- Расчет ставки капитализации;  
 **$R_k = R_d - g$**   
 $R_k$  – ставка капитализации;  
 $R_d$  – ставка дисконтирования  
 $g$  – долгосрочные темпы роста дохода или ДП.
- Определение предварительной величины стоимости;
- Применение итоговых поправок:
  - на наличие нефункционирующих активов;
  - на контрольный/неконтрольный характер оцениваемой доли;
  - на недостаток ликвидности.



# Сравнительный подход (1)

Базовые положения:

- Используются реально сформированные рынком цены на сходные предприятия либо их акции (наиболее интегральный учет факторов, влияющих на стоимость бизнеса) ;
- Принцип альтернативных инвестиций;
- Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития.

# Сравнительный подход (2)

**Метод компании-аналога или метод рынка капитала** основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Таким образом, базой для сравнения служит цена на единичную акцию открытых акционерных обществ. Используется для оценки миноритарного пакета акций.

**Метод сделок или метод продаж** ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Используется для оценки предприятия целиком или контрольного пакета акций.

# Сравнительный подход (3)

## Этапы метода рынка капитала:

- мониторинг отрасли, сбор информации, составление первичной выборки аналогов;
- сравнительный финансовый анализ аналогов и рассматриваемого предприятия;
- составление вторичной выборки аналогов;
- расчет рыночных мультипликаторов;
- усреднение мультипликаторов, выбор величины мультипликаторов;
- расчет стоимости;
- применение итоговых поправок:
  - портфельная скидка;
  - стоимость нефункционирующих активов;
  - недостаточность СОКа или экстренная потребность в капвложениях;
  - учет ликвидности;
  - учет элементов контроля.

# Критерии сопоставимости компаний - аналогов

- Отраслевое сходство
- Размер компании
- Перспективы роста
- Финансовый риск
- Качество менеджмента
- Финансовые показатели

# Мультипликаторы

- **Интервальные:**

- Цена / Прибыль;
- Цена / ДП;
- Цена / Дивиденды;
- Цена / Выручка от реализации;
- Цена / Физический объем;

- **Моментные:**

- Цена / Активы;
- Цена / Чистые активы;
- Цена / Внеоборотные активы;
- Цена / Оборотные активы.

# Сравнительный подход (4)

**Метод отраслевых коэффициентов или метод отраслевых соотношений** основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами.

Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

В результате обобщения разрабатываются достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия.

*Примеры:*

*Бухгалтерские фирмы = 0,5 годовой выручки;*

*Рекламное агентство = 0,7 годовой выручки;*

*Ресторан = 0,25 – 0,5 валовой выручки;*

*Туристическое агентство = 0,4 – 0,1 валовой выручки;*

*АЗС = 1,2 – 2,0 месячной выручки;*

*Предприятие розничной торговли =*

*= 0,75 – 1,5 (чистый доход + стоимость оборудование + стоимость запасов).*

# Затратный подход

- **Метод чистых активов** – стоимость бизнеса определяется как стоимость активов (материальных и нематериальных) за вычетом долговых обязательств, скорректированных на дату оценку.

Расчет чистых активов согласно приказа Минфина РФ и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29 января 2003 года № 10н, 03-6/пэ «Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ»

- **Метод ликвидационной стоимости** –  
Выручка от распродажи активов за вычетом обязательств перед работниками предприятия и кредиторами (добровольная и принудительная)

# Метод чистых активов. Основные этапы (1)

1. **Сбор и анализ финансовой информации (бухгалтерских балансов и расшифровок к ним)**
2. **Определение скорректированной стоимости внеоборотных активов, включая:**
  - нематериальные активы и объекты интеллектуальной собственности,
  - основные средства (земля, здания, сооружения, машины, оборудование, инвентарь, прочие),
  - незавершенное строительство,
  - долгосрочные финансовые вложения,
  - прочие внеоборотные активы
3. **Определение скорректированной стоимости оборотных активов, включая:**
  - товарно-материальные запасы и расходы будущих периодов,
  - дебиторская задолженность,
  - краткосрочные финансовые вложения;
  - прочие оборотные активы



# Метод чистых активов. Основные этапы (2)

4. **Определение скорректированной стоимости обязательств, включая:**
  - Кредиторскую задолженность.
  - Прочие обязательства
5. **Составление «Экономического» баланса предприятия, в котором активы и пассивы отражены по их скорректированной стоимости**
6. **Определение стоимости собственного капитала путем вычитания их скорректированной стоимости активов предприятия скорректированной стоимости всех его обязательств**

# Метод ликвидационной стоимости

- Составление календарного графика ликвидации активов;
- Расчет валовой выручки от ликвидации активов;
- Вычитание прямых затрат (оплата услуг оценочных, юридических фирм, налоги и сборы, уплачиваемые при продаже);
- Дисконтирование скорректированных стоимостей активов;
- Вычитание расходов, связанных с владением активов до их продажи (включая управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации);
- Учет операционных прибылей / убытков ликвидационного периода;
- Вычитание имущественных прав на удовлетворение: выходных пособий и выплат работникам предприятия; требования кредиторов по обязательствам, обеспеченных залогом имущества ликвидируемого предприятия; задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды; расчеты с прочими кредиторами.

# Требования к отчетам

- **Основные документы:**

- 1. ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» - статья 11. «Общие требования к содержанию отчета об оценке объекта оценки» ФЗ-135 от 29.07.1998г.;
- 2. ФСО №3 «Требования к отчету об оценке» №299 от 20.05.2015г.

## **Раздел «Основные факты и выводы»**

**В разделе основных фактов и выводов должны содержаться:**

- общая информация, идентифицирующая объект оценки;
- результаты оценки, полученные при применении различных подходов к оценке;
- итоговая величина стоимости объекта оценки;

## **Вариант формы краткого резюме (основные факты и выводы)**

- 1. Информация об объекте оценки.  
(количество акций и их тип в том пакете, который оценивается)**
- 2. Структура акционерного капитала**
- 3. Краткая информация о предприятии**
- 4. Финансовое положение предприятия (основные финансовые коэффициенты, состояние расчетов с бюджетом, наличие задолженности, особенно – реструктурированной)**
- 5. Методология оценки (применяемые методы) и основные предположения, сделанные при оценке предприятия**
- 6. Результаты оценки с использованием различных методов, итоговое заключение о стоимости объекта оценки**

# Структура отчета

- 1. Титульный лист, сопроводительное письмо, оглавление**
- 2. Основные факты и выводы**
- 3. Вводная часть**
- 4. Общая часть**
- 5. Финансовый анализ**
- 6. Оценочная часть**
- 7. Приложение**

# Постановка задания на оценку

- **Информация о Заказчике**
- **Информация об Исполнителе**
- **Информация об Оценщиках**
- **Основание для проведения оценки**
- **Цель оценки**
- **Задача оценки (предполагаемое использование результатов оценки)**
- **Объект оценки**
- **Балансовая стоимость объекта оценки**
- **Правообладатель (собственник) объекта оценки**
- **Дата оценки (дата проведения оценки, дата определения стоимости)**
- **Срок проведения оценки**
- **Дата составления отчета**
- **Дата осмотра объекта оценки / основных средств объекта оценки-предприятия**

# Структура общей части

*Макроэкономический обзор*

*Обзор отрасли / сегмента отрасли*

*Обзор региона*

*Описание объекта оценки, описание предприятия*

## **Структура Приложения**

*Копии документов, переданных Заказчиком*

*Фотоматериалы*

*Таблицы (по результатам и расчетам в рамках  
финансового анализа и оценочных подходов)*

*Копии документов Оценщиков и Исполнителя*

# Структура финансового анализа

- **Исходная информация для проведения финансового анализа**
- **Методика проведения финансового анализа**
- **Горизонтальный финансовый анализ отчетности (формы №№1, 2, 5)**
- **Вертикальный финансовый анализ отчетности (формы №№1, 2, 5)**
- **Коэффициентный финансовый анализ отчетности (формы №№1, 2, 5)**
- **Интегральные методы оценки финансового состояния**
- **Сопоставление с нормативными величинами (по ряду коэффициентов), со среднеотраслевыми показателями, с показателями предприятий - аналогов**
- **Выводы, обобщения, заключения оценщика**